

Essays on Corporate Governance, Financial Accounting and Credit Ratings

- International Empirical Evidence -

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der wirtschaftswissenschaftlichen Doktorwürde
des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften
der Philipps-Universität Marburg

eingereicht von

Chunqian Shen
Diplom-Kauffrau aus Suzhou (VR China)

Erstgutachter:	Prof. Dr. Sascha H. Mölls
Zweitgutachter:	Prof. Dr. Joachim Krag
Einreichungstermin:	15. Dezember 2014
Prüfungstermin:	22. Oktober 2015
Erscheinungsort:	Elektronische Veröffentlichung über den Publikationsserver der Universitäts- bibliothek Marburg
Hochschulkennziffer:	1180

Inhaltsverzeichnis

Zusammenfassung	1
1. Beitrag	8
„Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung in Deutschland zwischen Anspruch und Realität - Theorie und Empirie“	
2. Beitrag	9
„Determinants of (Credit-)Ratings – Does Corporate Governance matter?“	
3. Beitrag	10
„To rate or not to rate? – The Impact of Corporate Governance on the Existence of (Credit-)Ratings“	
4. Beitrag	11
„Do Financing Patterns affect Firm Performance – An Empirical Study for German Corporations“	
5. Beitrag	12
„(Credit-)Ratings in der empirischen Forschung – Stand und Implikationen“	

Essays on Corporate Governance, Financial Accounting and Credit Ratings
- International Empirical Evidence -

Zusammenfassung

vorgelegt von

Dipl.-Kffr. Chunqian Shen

aus

Suzhou (VR China)

Betreuer:

Prof. Dr. Sascha H. Mölls
Philipps-Universität Marburg
Fachbereich Wirtschaftswissenschaften
Professur für Rechnungslegung
Barfußertor 2
35032 Marburg

Dezember 2014

1. Beschreibung der übergeordneten Problemstellung

Im Zuge des spätestens seit Anfang der 1990er-Jahre intensivierten Systemwettbewerbs um das „attraktivste“ System der Unternehmensverfassung (Corporate Governance) bemühen sich die nationalen Standardsetter intensiv um eine Fortentwicklung der jeweils eigenen Institutionen und Regulierungen, um Investoren bzw. Kapital anzulocken und dadurch die Wohlfahrt des eigenen Landes zu verbessern. In diesem (Regulierungs-)Wettbewerb scheint das angelsächsische „Exit-Modell“, das sich hinsichtlich der Unternehmensfinanzierung durch gute entwickelte Kapitalmärkte auszeichnet und vor allem für die USA sowie für Großbritannien typisch ist, der unbestrittene und sich zur Nachahmung anbietende Referenzpunkt zu sein. Entsprechend liegt die Leitidee der aktuellen Regulierungsbemühungen vor allem in der zielgerichteten und überwiegend akzeptierten Fortentwicklung von Kapitalmarktinstitutionen und damit – als Folge – einer stärkeren Kapitalmarktorientierung von (Groß-)Unternehmen. Ein wesentlicher Bestandteil dieser anzupassenden Kapitalmarktinstitutionen (z.B. Übernahmegesetze, Ratings, Kapitalmarktaufsicht, Minderheitenschutzsysteme etc.) stellt das System der Rechnungslegung dar, das in Abhängigkeit von den Charakteristika des jeweiligen Umfeldes prinzipiell entweder gläubigerschutzorientiert oder informationsbezogen für Kapitalmärkte ausgestaltet werden kann.

Vor dem skizzierten Hintergrund sind ab dem Jahr 2005 alle börsennotierten europäischen Unternehmen dazu verpflichtet worden, anstatt der jeweils nationalen Rechnungslegungsstandards die international akzeptierten IFRS (= International Financial Reporting Standards) anzuwenden. Diese zeichnen sich – in der bereits erwähnten Tradition – durch einen hohen Informations- und Entscheidungsbezug für Kapitalmarktakteure aus und dienen folglich – entgegen der europäischen Tradition – weniger dem Gläubigerschutz. Fraglich ist an dieser Stelle dann aber, ob und inwieweit eine derartige Veränderung in der Ausgestaltung der Rechnungslegung sinnvoll ist, da grundsätzlich die Gefahr besteht, dass sich die regulatorische Vorgabe, also die Verpflichtung zu einem bestimmten Rechnungslegungsstandards, fundamental von der Unternehmenspraxis, also dem von Unternehmen realisierten Verhalten, unterscheidet. Wäre dies der Fall, entstünde die Situation einer Fehlregulation unter der Maßgabe, dass der institutionelle Rahmen das Verhalten der Akteure absichern und unterstützen soll. In Anlehnung an die Terminologie der Rechnungslegung läge die nicht wünschenswerte Situation einer „(legal) form over (economic) substance“ vor. Es bietet sich daher an, diese Frage empirisch anhand einer Analyse der tatsächlich von (Groß-)Unternehmen realisierten Finanzierungsmuster zu untersuchen und im Kontext der Regulierung zu interpretieren.

Erstaunlicherweise hat sich neben einer informationsorientierten Rechnungslegung mit dem (Credit-)Rating eine alternative bzw. konkurrierende Informationskennzahl entwickelt, mit der Adressaten (bzw. Kapitalmarktteilnehmer) in hoch aggregierter Form ebenfalls über die Lage und die Risikoposition (Ausfallwahrscheinlichkeit) von (Groß-)Unternehmen informiert werden sollen. Im Unterschied zur Rechnungslegung unterliegen Ratings (bisher) allerdings keiner speziellen Regulierung, sondern stellen freiwillige und inhaltlich nicht standardisierte Größen der Kapitalmarktkommunikation dar. Mit Blick auf ihre Zielsetzung (d.h. die Ermöglichung einer fundierten Beurteilung der Risikoposition und Lage von Unternehmen) stehen sie in einem engen inhaltlichen Zusammenhang mit den Größen der Rechnungslegung, aber auch mit der von Unternehmen praktizierten Corporate Governance. Trotz dieses offensichtlichen inhaltlichen Zusammenhangs ist die Frage nach den Bestimmungsgründen (Determinanten) von (Credit-)Ratings im Kontext von Rechnungslegung und Corporate Governance noch nicht systematisch im Zuge ländervergleichender Studien analysiert worden, so dass gesicherte Erkenntnisse über etwaige Ratingunterschiede oder auch die Anwendung globaler Ratingalgorithmen noch ausstehen. Gleiches gilt für die Motivation von Unternehmen, sich im Zuge der Kapitalmarktkommunikation freiwillig einem Rating zu unterwerfen. Sollten sich hier Unterschiede in der motivationalen Struktur von Unternehmen ausmachen lassen, könnten diese die Aussagekraft von Ratings ins rechte Licht rücken und Schlussfolgerungen für die etwaige Regulierung von Ratingagenturen ermöglichen.

Hinter allen Bemühungen um eine Reform der nationalen Corporate Governance-Systeme steht – wie bereits anfangs ausgeführt – die Hoffnung, dass der etablierte und fortentwickelte institutionelle Ordnungsrahmen Investoren anlockt und damit die Wohlfahrt des betreffenden Landes zu steigern vermag. Die Ergebnisse zu dieser Frage sind widersprüchlich und scheinen – zumindest auf konzeptioneller Ebene – dem Diktat des Zeitgeistes zu unterliegen, finden sich in Abhängigkeit vom vergangenen oder aktuellen Erfolg bestimmter Systeme nämlich unterschiedliche und im Zeitablauf mitunter inkonsistente Urteile. Mit Blick auf die bereits erwähnten Muster der Unternehmensfinanzierung ist seit geraumer Zeit unklar, ob kapitalmarktorientierte Unternehmen tatsächlich erfolgreicher (gemessen an unterschiedlichen Maßstäben) agieren als ihre bankenorientierten Pendanten und damit die Eignung des US-amerikanischen Systems der Corporate Governance als Referenzpunkt für die nationalen Regulierungen befördern würde. Sollte sich dieses Ergebnis indes nicht zeigen, könnten mit einer kapitalmarktorientierten Corporate Governance nicht zwangsläufig Wohlfahrtseffekte in Verbindung gebracht werden.

2. Darstellung des Forschungsobjektes

Das Forschungsprojekt, das sich in insgesamt fünf Beiträge unterteilt, beleuchtet die zuvor skizzierten Fragestellungen im Kontext von Corporate Governance, Rechnungslegung und (Credit-)Ratings. Inhaltlich befasst sich der erste Artikel mit dem empirischen Zusammenhang zwischen dem deutschen Corporate Governance-System und Fragen einer zweckentsprechenden Rechnungslegung. In den nächsten zwei Beiträgen werden (Credit-)Ratings empirisch analysiert. Beitrag Nr. 2 befasst sich auf der Grundlage einer umfassenden internationalen Stichprobe zunächst mit den Determinanten von Ratings unter besonderer Berücksichtigung des Einflusses von Rechnungslegung und Corporate Governance. Im folgenden Beitrag wird die Motivation (Neigung) von Unternehmen untersucht, sich einem Ratingurteil zu unterziehen. Bei der Beantwortung dieser Frage stehen wiederum vor allem der Einfluss der Rechnungslegung und von unternehmensbezogenen Corporate Governance-Größen im Mittelpunkt der Betrachtung. Beitrag Nr. 4 der kumulativen Dissertationsschrift greift die Frage der Erfolgswirkungen im Zusammenhang mit den in deutschen Großunternehmen realisierten Finanzierungsmustern auf und diskutiert diese Frage im Kontext des ggf. falschen Leitbildes aktueller Regulierungsbemühungen auf europäischer und deutscher Ebene. Beim abschließenden Beitrag Nr. 5 handelt es sich um ein „State-of-the-Art“-Manuskript, in dem der empirische Forschungsstand im internationalen Kapitalmarktkontext abschließend nochmals detailliert erfasst und analysiert wird, um auf dieser Basis einerseits die Relevanz der in den Beiträgen Nr. 2 und 3 behandelten Fragen zu verdeutlichen und andererseits weitergehende Methodenerfordernisse für nachfolgende Arbeiten zu formulieren.

Folgende Übersicht zeigt den aktuellen Veröffentlichungsstand der Artikel und meinen (geschätzten) Beitrag bei der Erstellung:

- 1. Beitrag: **„Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung in Deutschland zwischen Anspruch und Realität - Theorie und Empirie“**, in: Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 6/2011, S. 534-577 (mit Gerum, E. und Mölls, S.H.).
- 2. Beitrag: **„Determinants of (Credit-)Ratings – Does Corporate Governance matter?“**, in: Gerum, E./Mölls, S.H. (Hrsg.): Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 7, Marburg 2014 (mit Mölls, S.H.).

- 3. Beitrag: „**To rate or not to rate? – The Impact of Corporate Governance on the Existence of (Credit-)Ratings**“, in: Gerum, E./Möller, S.H. (Hrsg.): Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 8, Marburg 2014 (mit Möller, S.H.)
- 4. Beitrag: „**Do Financing Patterns affect Firm Performance? - An Empirical Study for German Corporations**“, in: Gerum, E./Möller, S.H. (Hrsg.): Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 9, Marburg 2014 (mit Gerum, E. und Möller, S.H.)
- 5. Beitrag: „**(Credit-)Ratings in der empirischen Forschung – Stand und Implikationen**“ (Unveröffentlichtes Manuskript / Alleinautorenschaft)
[Nach geringfügiger Überarbeitung publiziert mit Möller, S.H. in: Gerum, E./Möller, S.H. (Hrsg.): Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 10, Marburg 2015]

3. Beitrag zur bestehenden Literatur

Zu den in dieser Arbeit behandelten großen Themengebiete (Corporate Governance, Rechnungslegung und (Credit-)Ratings) existiert – wie nicht sonderlich überraschend – bereits eine Vielzahl von theoretisch-konzeptionellen und empirisch-methodischen Publikationen (vgl. Literaturverweise in den jeweiligen Artikeln). Die verschiedenen Beiträge in dieser Arbeit erweitern daher die bestehende Literatur durch die (Detail-)Analyse themenspezifischer Entwicklungspunkte, die insbesondere folgende Bereiche betreffen:

- **Beitrag Nr. 1:**
(Detail-)Analyse der Finanzierungsmuster deutscher (Groß-)Unternehmen auf der Basis von „hand collected-data“ im Zeitablauf mit gängigen Analysemethoden sowie deren umfassende Interpretation im Kontext der aktuellen Regulierungsdiskussion von Corporate Governance und Rechnungslegung.
- **Beitrag Nr. 2:**
Länderübergreifende Detailanalyse der Determinanten von (Credit-)Ratings auf der Basis sowohl gängiger finanzieller Kenngrößen als auch differenzierter „originärer“ Corporate

Governance-Größen, die selbstständig erhoben und teilweise konzipiert worden sind und sich dadurch deutlich von den in der ganz überwiegenden Literatur zu findenden Analysen auf Basis vorhandener öffentlicher Datenbanken unterscheiden.

- **Beitrag Nr. 3:**

Länderübergreifende Detailanalyse der Motivation (Neigung) zu Erlangung eines Ratings auf der Basis sowohl gängiger finanzieller Kenngrößen als auch differenzierter „originärer“ Corporate Governance-Größen, die selbstständig erhoben und teilweise konzipiert worden sind und sich dadurch deutlich von den in der ganz überwiegenden Literatur zu findenden Analysen auf Basis vorhandener öffentlicher Datenbanken unterscheiden.

- **Beitrag Nr. 4:**

Analyse der Erfolgswirkungen unterschiedlicher Finanzierungsmuster (kapitalmarktorientierte vs. bankenfokussierte Finanzierung) für deutsche Großunternehmen unter Einschluss umfassender originärer Corporate Governance-Größen sowie Diskussion der Befunde im Kontext der aktuellen internationalen und nationalen Regulierungsdebatte.

- **Beitrag Nr. 5:**

Umfassende Sichtung, Aufbereitung und Auswertung des aktuellen Standes der empirischen Forschung zu (Credit-)Ratings, Strukturierung der Forschungsstränge (Informationsnutzen und Determinanten) und Abteilung umfassender ökonomischer und methodischer Implikationen für weitere Analysen.

4. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Analysen zum Zusammenhang von Corporate Governance, Rechnungslegung und (Credit-)Ratings zeigen durchgängig, dass in Abhängigkeit von der konkreten Ausgestaltung sowie länderspezifischen Unterschieden in der Unternehmensverfassung die kritiklose Übertragung des US-amerikanischen Corporate Governance-Systems auf andere Länder nicht sinnvoll scheint. So zeigen die über einen langen Zeitraum erhobenen Befunde zur Unternehmensfinanzierung deutscher Großunternehmen deutlich, dass aus der Sicht deutscher Ent-

scheidungsträger in Unternehmen ein kapitalmarktorientiertes Umfeld nur bedingt interessant zu sein scheint und damit der seitens der Standardsetter forcierten kapitalmarktorientierten Regulierung den Boden entzieht [„(legal) form over (economic) substance“]. Vergleichbare Ergebnisse zeigen sich im Kontext der Analysen zur Bedeutung und zum „Inhalt“ von (Credit-)Ratings, machen diese einerseits deutlich, dass Corporate Governance keinen umfassenden systematischen, sondern eher einen punktuellen Einfluss auf Ratingurteile nimmt und zudem maßgeblich vom unterstellten Corporate Governance-System abhängt („Kulturabhängigkeit von Ratings“). Untermauert werden diese relativierenden und durchgängig im Rahmen kritischer Analysen durchgeführten Untersuchungen durch den Nachweis für Deutschland, dass kapitalmarktorientierte Unternehmen nicht systematisch erfolgreicher agieren als ihre bankenorientierten Pendants.

Elmar Gerum/Sascha H. Mölls/Chunqian Shen

**Kapitalmarktorientierte Rechnungslegung in Deutschland
zwischen Anspruch und Realität**

- Theorie und Empirie -

Erschienen in:

Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 63. Jg., September 2011, S. 534-577.

Determinants of (Credit-)Ratings

– Does Corporate Governance matter? –

by

Sascha H. Mölls / Chunqian Shen

Erschienen in:

Gerum, E./Mölls, S.H. (Hrsg.):

Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 7, Marburg 2014

To rate or not to rate?

– The Impact of Corporate Governance on the Existence of Ratings –

by

Sascha H. Mölls / Chunqian Shen

Erschienen in:

Gerum, E./Mölls, S.H. (Hrsg.):

Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 8, Marburg 2014

Do Financing Patterns affect Firm Performance?

– An Empirical Study for German Corporations –

by

Elmar Gerum / Sascha H. Mölls / Chunqian Shen

Erschienen in:

Gerum, E./Mölls, S.H. (Hrsg.):

Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 9, Marburg 2014

(Credit-)Ratings in der empirischen Forschung

– Stand und Implikationen –

by

Sascha H. Mölls / Chunqian Shen

Erschienen in:

Gerum, E./Mölls, S.H. (Hrsg.):

Working Paper Series: Accounting & Corporate Governance, No. 10, Marburg 2015